

学校编码: 10384
学号: 32120121150554

分类号____密级____
UDC____

廈門大學

碩 士 學 位 論 文

高管知青经历与公司财务政策

CEO Sent-Down Experience and Corporate Financial
Policies

程艳芳

指导教师姓名: 赵景文 副教授

专 业 名 称: 财 务 学

论文提交日期: 2015 年 4 月

论文答辩时间: 2015 年 5 月

学位授予日期: 2015 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2015 年 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下，独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果，均在文中以适当方式明确标明，并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外，该学位论文为（ ）课题(组)的研究成果，获得（ ）课题(组)经费或实验室的资助，在（ ）实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称，未有此项声明内容的，可以不作特别声明。)

声明人签名：

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文(包括纸质版和电子版)，允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

() 1.经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于
年 月 日解密，解密后适用上述授权。

() 2.不保密，适用上述授权。

(请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。)

声明人签名：

年 月 日

摘 要

财务学与心理学的交叉研究产生了行为公司财务理论，Hambrick 和 Mason 提出了高层梯队理论。此后，越来越多学者关注到高管背景特征会对公司财务政策产生影响。本文将在此基础上，探析高管知青经历对公司财务政策的影响。

本文以 1999-2013 年中国上市公司为初始研究样本，手工搜集其董事长和总经理的知青经历情况。在手工搜集出知青组公司的基础上，以年份、行业和总资产为配对原则筛选出对应的非知青组公司，最后利用均值 T 检验、回归分析和稳健性检验等实证方法研究高管知青经历对公司投资政策、融资政策、盈利能力以及盈余管理行为的影响。最终，本文得到以下研究成果：首先，对于高管知青经历与公司投资政策而言，知青高管公司过度投资和投资不足程度都显著低于非知青组，说明知青高管崇尚适度投资，这也在一定程度上说明高管的知青经历有助于减少公司治理中的代理问题；其次，对于高管知青经历与公司融资政策而言，知青高管公司的资产负债率和有息资产负债率都显著低于非知青组，说明知青高管崇尚自给自足、自力更生的经营方式，对负债的依赖程度较低；再次，对于高管知青经历与公司盈利能力而言，知青高管公司的净资产收益率和总资产收益率都显著高于非知青组，说明知青高管公司盈利能力更好；最后，对于高管知青经历与公司盈余管理行为而言，实证结果显示知青高管公司的盈余管理行为与非知青组并不存在显著差异，即高管知青经历对公司盈余管理行为的影响不明显。

本文的创新点在于将财务学研究结合了中国特有的历史事件——知青运动，考察高管早期知青经历对公司财务政策的影响。在国内外相关文献中，本文首次以高管知青经历作为研究切入点，丰富了行为公司财务、高层梯队理论等相关研究领域，创造了学术价值。

关键词：高管；知青经历；财务政策

Abstract

The crossover study of Finance and Psychology generated Behavioral Corporate Finance. Hambrick and Mason proposed Upper Echelons Theory. Then more and more scholars focus on the effects of top managers' backgrounds on corporate financial policies. Therefore, this paper will make an analysis of the impact of CEO sent-down experience on corporate financial policies.

This paper uses the data of 1999-2013 Chinese listed companies, and hand-collects their CEO sent-down experience. Matching method is used to study the role of CEO sent-down experience in explaining corporate financial policies. The sample is divided into two groups, the sent-down CEO companies and the non sent-down CEO companies. Then paired t-test, regression and robustness test are adopted. Finally, the following findings have been concluded. First, the sent-down CEOs will neither over-invest nor under-invest. They prefer to keep the modest level of investment. This means that CEO sent-down experience helps reduce the agency problem in corporate governance. Second, the sent-down CEOs enjoy financial self-sufficiency, so they are less dependent on debt. Third, the sent-down CEOs help their own companies make more money than their peers. Forth, there is no evidence to suggest that CEO sent-down experience will significantly influence corporate earning management.

It is meaningful to study CEO sent-down experience, because the campaign of the educated youth is so significant that lots of entrepreneurs participated in it. This paper sheds light on the relationship between CEO sent-down experience and corporate financial policies for the first time. And it contributes to Behavioral Corporate Finance as well as Upper Echelons Theory.

Key Words: CEO; Sent-down experience; Corporate financial policies

目 录

1 绪论	1
1.1 研究背景.....	1
1.2 研究内容.....	2
1.3 研究意义.....	3
1.4 知青运动.....	3
1.5 本文结构.....	6
2 文献综述.....	8
2.1 高管背景特征与公司投资政策的文献综述	9
2.2 高管背景特征与公司融资政策的文献综述	10
2.3 高管背景特征与公司盈利能力的文献综述	12
2.4 高管背景特征与公司盈余管理的文献综述	13
2.5 高管背景特征与公司其他政策的文献综述	14
3 研究假设.....	16
3.1 高管知青经历与公司投资政策的研究假设	17
3.2 高管知青经历与公司融资政策的研究假设	18
3.3 高管知青经历与公司盈利能力的研究假设	19
3.4 高管知青经历与公司盈余管理的研究假设	20
4 研究设计.....	21
4.1 研究方法.....	21
4.2 研究样本.....	22
4.3 研究模型.....	23
5 实证结果.....	28
5.1 描述性统计及其他分析	28
5.2 高管知青经历与公司投资政策的回归结果	31
5.3 高管知青经历与公司融资政策的回归结果	34
5.4 高管知青经历与公司盈利能力的回归结果	35

5.5 高管知青经历与公司盈余管理的回归结果	36
5.6 稳健性检验.....	38
6 结论与启示	48
6.1 研究结论.....	48
6.2 研究启示.....	48
6.3 研究不足.....	49
参考文献.....	50
致 谢	54

Contents

1 Introduction.....	1
1.1 Background.....	1
1.2 Content	2
1.3 Significance	3
1.4 The Sent-down Movement.....	3
1.5 Structure	6
2 Literature Review.....	8
2.1 Top Managers' Backgrounds and Investment	9
2.2 Top Managers' Backgrounds and Financing	10
2.3 Top Managers' Backgrounds and Profitability	12
2.4 Top Managers' Backgrounds and Earning Management	13
2.5 Top Managers' Backgrounds and Other Policies.....	14
3 Testable Hypotheses.....	16
3.1 CEO Sent-down Experience and Investment	17
3.2 CEO Sent-down Experience and Financing	18
3.3 CEO Sent-down Experience and Profitability	19
3.4 CEO Sent-down Experience and Earning Management.....	20
4 Study Design.....	21
4.1 Method	21
4.2 Data	22
4.3 Model.....	23
5 Empirical Results	28
5.1 Descriptive Statistics and Other Analyses.....	28
5.2 CEO Sent-down Experience and Investment	31
5.3 CEO Sent-down Experience and Financing	34
5.4 CEO Sent-down Experience and Profitability	35
5.5 CEO Sent-down Experience and Earning Management.....	36

5.6 Robustness Test	38
6 Conclusion.....	48
6.1 Results	48
6.2 Enlightenments	48
6.3 Constraints.....	49
References	50
Acknowledgements.....	54

图表目录

图 1-1: 本文结构	7
图 2-1: 高层梯队理论全景	8
图 3-1: 高管知青经历对公司行为作用机理	16
表 1-1: 知青企业家代表	2
表 4-1: 知青组上市公司行业分布	23
表 4-2: 知青组高管及公司数目分析	23
表 4-3: 变量说明	24
表 5-1: 变量描述性统计	28
表 5-2: 自变量 Spearman 相关系数检验	29
表 5-3: 知青组公司和非知青组公司各变量均值 T 检验	30
表 5-4: 高管知青经历与公司过度投资回归结果 (H1a)	32
表 5-5: 高管知青经历与公司投资不足回归结果 (H1b)	33
表 5-6: 高管知青经历与公司负债水平回归结果 (H2)	34
表 5-7: 高管知青经历与公司盈利能力回归结果 (H3)	36
表 5-8: 高管知青经历与公司盈余管理回归结果 (H4)	37
表 5-9: 投资政策假设的稳健性检验一	39
表 5-10: 融资政策假设的稳健性检验一	40
表 5-11: 盈利能力假设的稳健性检验一	41
表 5-12: 盈余管理假设的稳健性检验一	42
表 5-13: 投资政策假设的稳健性检验二	44
表 5-14: 融资政策假设的稳健性检验二	45
表 5-15: 盈利能力假设的稳健性检验二	46
表 5-16: 盈余管理假设的稳健性检验二	47

List of Figures and Tables

Figure 1-1: Structure	7
Figure 2-1: Upper Echelons Theory	8
Figure 3-1: CEO Sent-down Experience and Corporate Actions	16
Table 1-1: Some Sent-down CEOs	2
Table 4-1: The Industries of the Sent-down CEOs' Companies.....	23
Table 4-2: The Sent-down CEOs and Companies	23
Table 4-3: Variable Introduction.....	24
Table 5-1: Descriptive Statistics	28
Table 5-2: Spearman Test	29
Table 5-3: Paired T-test.....	30
Table 5-4: CEO Sent-down Experience and Overinvestment (H1a)	32
Table 5-5: CEO Sent-down Experience and Underinvestment (H1b)	33
Table 5-6: CEO Sent-down Experience and Financing (H2)	34
Table 5-7: CEO Sent-down Experience and Profitability (H3)	36
Table 5-8: CEO Sent-down Experience and Earning Management (H4)	37
Table 5-9: Investment Robustness Test 1	39
Table 5-10: Financing Robustness Test 1	40
Table 5-11: Profitability Robustness Test 1.....	41
Table 5-12: Earning Management Robustness Test 1.....	42
Table 5-13: Investment Robustness Test 2	44
Table 5-14: Financing Robustness Test 2	45
Table 5-15: Profitability Robustness Test 2.....	46
Table 5-16: Earning Management Robustness Test 2.....	47

1 绪论

2015年2月13日，中共中央总书记习近平同志来到陕西考察调研，他回到了当年下乡插队的延川县梁家河村，重温了那段“自力更生、艰苦奋斗”的知青岁月。习近平15岁来到梁家河大队，开始了他艰苦卓绝却又受益终生的知青岁月——住窑洞、睡土炕、修公路、建沼气、打坝挑粪……除了习近平同志，本届中央政治局常委中的李克强等4人也都有过知青经历。这个中国社会特有的历史事件锻炼了一代人，也造就了一代人。大部分50后、60后都亲身经历过这场声势浩大的运动，其中不乏明星政要、卓越学者以及知名企业家。原联想总裁柳传志和原娃哈哈董事长宗庆后都曾为知青大军中的一员。他们从当年的下乡知青成长为如今叱咤商界的企业领袖，这是偶然或许也是必然。

1.1 研究背景

近年来，财务学领域的研究百花齐放，显然已不局限于财务学学科本身。财务学与法学、财务学与心理学、财务学与社会学以及财务学与政治学这四大热点研究领域已经取得辉煌成绩，涌现了一批优秀研究成果。其中，财务学与心理学的结合，对经济学理性人的假设提出了挑战，它试图从人的心理和行为角度解释各种财务学现象。行为公司财务（Behavioral Corporate Finance）理论关注管理者心理及行为对公司财务政策的影响。高层梯队理论（Upper Echelons Theory）则认为高管背景特征会影响组织战略选择和组织绩效水平^[1]。此后，学者们对高管背景特征与公司行为的关系进行了大量研究并取得丰硕成果，本文的文献综述部分将对此进行详细梳理和总结。

其实，不仅仅是高层梯队理论探讨的人口背景特征会影响个体行为，心理学领域的研究表明，早期经历也会对成年个体行为产生持续性影响^[2-4]。所以，财务学领域对高管早期生活经历的关注度也越来越高，目前主要集中于美国经济大萧条、从军经历和中国的三年困难时期等^[5-9]。受此启发，本文将以中国的知青运动为研究切入点，探讨高管知青经历对公司财务政策的影响。

中国的知青运动是规模颇为庞大的一次全国性运动，参与此次运动的知青数

以千万计。知青们一般是在初中或者高中毕业被下放到农村，他们离开原本生活的城市，来到农村这片广阔的土地，从事繁重的农业生产劳动。他们在青少年时期经历了陡然的生活转变，体验到农村生活的艰难，他们的个性特征、认知能力和行为方式中都留下了深刻的时代烙印。比如，梦洁家纺董事长姜天武、天保重装董事长邓亲华都认为知青经历对其人生的奠定和性格的形成起到了举足轻重的作用。他们认为那是最艰苦的过程，挨过了，人生的其他困难都不算什么。同时，艰苦卓绝的农村生活赋予了他们自力更生的可贵品质，他们崇尚自给自足、奋发向上。

中国上市公司 CEO 平均年龄大约为 47 岁^[9-10]，他们青少年时期正处于知青运动轰轰烈烈的时候，他们中有相当一部分人也曾参与过知青运动。所以，知青企业家群体不容忽视，表 1-1 为部分知青企业家代表。

表 1-1：知青企业家代表

企业家	知青经历	任职公司	所获荣誉
刘永好	1968-1973 成都新津县古家村知青	新希望 (000876.SZ)	“中国十大改革风云人物”
霍东龄	1971-1977 海南岛知青	京信通信 (2342.HK)	“亚洲商业领袖奖”
胡子敬	1968-1974 沅江县大同公社知青	友阿股份 (002277.SZ)	“全国劳动模范”、“全国十佳诚信企业家”
傅育宁	1975-1977 河北栾城知青	招商银行 (600036.SH)	“全国劳动模范”、“有突出贡献中青年专家”
麦伯良	1975-1977 广东农场知青	中集集团 (000023.SZ)	“中国最具影响力的 25 位商界领袖”
马蔚华	1968-1977 辽宁省北镇县长兴店公社状元堡知青	招商银行 (600036.SH)	英国《银行家》杂志“2004 年度希望之星”

注：以上资料来源于公开资料的整理搜集

1.2 研究内容

本文将从财务学角度出发，探析早期经历知青岁月的高管（尤其是董事长和总经理）对公司财务政策的影响。具体来说，首先通过手工搜集董事长和总经理

的知青经历信息，找出知青组公司；然后采用配对方法，找出对应的非知青组公司；最后进行实证研究，重点探析高管知青经历与公司投资政策、融资政策、盈利能力以及盈余管理行为之间的关系。

1.3 研究意义

本文的研究创新点可以从两个角度进行分析。从研究内容角度，本文在行为公司财务、高层梯队理论的基础上，结合中国社会特有的历史事件——知青运动，考察高管早期知青经历对公司财务政策的影响。在国内外相关研究中，本文首次以高管知青经历为研究切入点，丰富了行为公司财务、高层梯队理论等相关研究领域，创造了学术价值。从研究方法角度，本文采用配对样本法，以年份、行业和总资产规模为配对原则，为知青组公司寻找出对照的非知青组公司，此举有助于分析高管知青经历这个因素对公司财务政策的影响，显得更为严谨和可靠。

本文的研究贡献可以从四个方面进行分析。首先，本文的研究内容有助于打开公司财务决策黑箱，让众多信息匮乏的投资者可以从高管早期生活经历角度推敲公司财务政策总体倾向，便于投资者按照自己风险偏好做出投资决策。其次，本文的研究结论对于公司的人力资源管理有促进作用。当公司在选聘职业经理人时，可以多加考察其早期生活经历，推断其个性特征、行为方式等与本公司文化的一致程度，进而选择适合本公司的职业经理人。同时，本文也启示公司在预测竞争对手行为时，可多加关注对方公司高管早期生活经历，从而更好地推测其投资政策、融资政策等重要战略决策，以此来谋划自己的战略布局，抢占先机。最后，本文在思想上借鉴马克思主义的世界观和方法论，用发展的眼光看问题，用全面的眼光看世界。知青运动不只是影响 20 世纪 60 年代和 70 年代的中国社会，它对现今社会依然产生影响。知青运动初衷是解决就业问题，但是它却影响了中国社会的方方面面，包括文学、影视以及公司治理等。

1.4 知青运动

在本文研究开展前，首先有必要对中国的知青运动做一个了解。此部分主要对知青运动进行简要介绍，并在此基础上引入知青企业家故事，为本文的后续研究做好铺垫工作。

1.4.1 知青运动介绍

知青运动，又名上山下乡运动，指知青被下放到生产建设兵团、军马场、农场、矿山、林区等地，从事最艰苦的农业生产劳动。对于这场运动，人们用文学的形式进行了大量阐述，知青类题材的小说、传记、电影、电视剧等文字影视资料铺天盖地，也有众多学者精心研究此次运动的过程、性质和意义。

知青运动始于 20 世纪 50 年代初期，末于 20 世纪 70 年代末期，历经 25 个春秋。知青作家火木认为知青运动可以划分为三个阶段^[11]，中国社会科学院研究员刘小萌先生也对此表示赞同^[12]。所以，本文将借鉴作家火木的划分方法，结合笔者搜集到的相关资料，分初期、高潮、后期三个阶段简要介绍知青运动。

1.4.1.1 初期（1955-1966 年）

1955 年，毛泽东同志发出号召：“农村是一个广阔的天地，在那里是可以大有作为的……”^[13]同年 8 月，北京青年杨华等人赴边疆垦荒，他们是国内外学者公认的首批知青。1964 年，中共中央把城镇知青上山下乡确立为一项长远方针，并制定了相应的政策措施。

1.4.1.2 高潮（1967-1976 年）

1968 年 12 月 22 日，《人民日报》发布毛泽东同志关于知青下乡接受再教育的最新指示^[14]。随即，知青运动的热潮达到顶峰。集中的知青下乡有老三届、新五届和后五届。1968 年至 1978 年的这 10 年间，上山下乡的知青人数达到了 1620 多万，这个数字几乎占到当时全国城镇人口的十分之一^[15]。

1.4.1.3 后期（1977-1980 年）

1978 年，中共中央政治局召开会议并通过了两个相关文件，明确指出城镇中学毕业生不再上山下乡。此后不久，全国各地的知青开始返城，轰轰烈烈的知青运动就此落下帷幕。

1.4.2 知青企业家特写

知青下乡后，在艰苦的农业生产劳动中得到了锻炼，深刻体会到亿万农民生活的艰辛。他们给农村带来了知识，他们也从农村收获了宝贵财富——自强不息、坚韧不拔等优秀品质。许多老知青把知青经历当作人生的一个重要阶段，十分感谢艰苦生活对自己的磨练。过去的知青们现在都已经到了事业有成的人生阶段，他们活跃在社会的各个领域，其中不乏明星政要、卓越学者以及知名企业家。为了更好地理解知青运动与本文研究内容的联系，下文将介绍两位知青企业家。

1.4.2.1 地产狂人——任志强

任志强，1951年3月出生于北京，曾任华远地产董事长，曾获“北京市劳动模范”、“五一劳动奖章”等。

任志强在个人回忆录《野心优雅》中，阐述了他“红色年代的中学时光”^[16]。他曾就读于北京市第三十五中学，初二时的辅导员是如今的中央政治局常委王岐山同志。1969年1月，他来到延安县冯庄公社当知青。期间，任志强干遍了铡草喂牲口、山外买秸秆等农活。他特别好强的个性也在“煤球点烟”事件中得到充分体现。某次，由于比赛输给了其他知青，任志强就徒手拿起燃着的煤球给他们点烟，此举震惊了所有人。半年后，任志强因伤离开延安回京治疗，后来又插队到内蒙莫力达瓦大草原以及到部队当兵。他复员后就在北京参加工作，凭借其卓越的企业管理能力，一步步创建“华远”品牌。

在回忆录中，任志强坦诚这一年左右的知青生活是他进入社会的第一个阶段，他从中尝到生活的酸甜苦辣，立起挺直腰杆做人的信念。同为地产界大腕，SOHO中国董事长潘石屹与任志强亦敌亦友20多年，他认为那个年代走过来的任志强拥有许多优秀品质，如正直、坦诚、有责任心等。本文也认为知青经历对任志强今日的成就必定发挥着巨大的作用，他锲而不舍的品质或多或少是来自农村生活的锤炼。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库